

猪价高位难以引发全面通胀

主要结论：

- 近期，猪肉价格上涨导致 CPI 破“4”甚至未来可能继续上涨，我们认为这难以引起全面通胀。原因有四点：
- 第一，猪肉上涨由猪瘟导致，冲击供给，这一现象从中长期来看不具有持续性。当猪肉价格上涨达到绝对高位后，需求下行叠加供给积极，将共同推动价格下移。
- 第二，猪肉与原油属性不同，无法全面地拉动生产、生活成本。猪肉一般只能引起其他肉类食品价格上涨（替代效应），无法引起非食品价格上涨，更无法带动工业品价格上涨。而原油与此不同，是所有生产生活的成本，油价上涨可能带来物价的全面上涨，属于成本推动型通胀（1970 年代两次石油危机充分验证了这一事实）。油价上升之所以能够引发全面通胀，一是由于原油作为全球主要能源的特殊属性，二是两段时期高油价均持续了较长时间（约 2-3 年），兼顾了全面性和可持续性，同时引致了总供需结构的变化。
- 第三，猪油共振的可能性较低。根据我们的判断，猪肉上涨的高峰期应该在 2020 年上半年，而下半年开始回落（假定猪瘟疫情不会大幅升温）；而对于油价的判断，我们认为油价（布伦特原油）可能在 50-70 美元/桶震荡，上半年偏弱，下半年震荡上行。从供给端来看，美国页岩油增产和 OPEC 传统油田减产构成了原油波动幅度的边界（50-70 美元/桶），当原油价格上涨时，美国页岩油将会增产，而原油价格下降，OPEC 将会减产以保住利润。从需求端看，原油价格随全球经济增长而波动，年报《告别老路—2020 年宏观经济、政策、大类资产配置展望》中我们指出，2Q2020 年全球经济增长将企稳回升，从而带动原油价格在区间内震荡向上，这一现象可能发生在明年下半年。所以，猪油共振的可能性较低。
- 第四，全面通胀一般源于两点：一是货币超发，二是总供需结构改变。现阶段，货币并未超发，而总供需结构也并未大幅改变，需求整体偏弱，供给也并未大幅收缩，只是有一些结构性调整（如猪肉供给收缩），所以从价格结果来看，核心 CPI、非食品 CPI、服务项 CPI 以及 PPI 均处于低位，并未引起全面通胀。
- 中观层面，12 月生产仍有改善。从需求来看，12 月以来 30 大中城市商品房日均销售面积跌幅扩大；12 月以来 100 大中城市土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；12 月乘用车汽车零售同比跌幅扩大。从生产来看，12 月以来六大发电集团日均煤耗同比涨幅回落；全国高炉开工率均值上升。从价格来看，12 月以来煤炭、有色价格均值下降，原油、水泥和钢铁价格均值上涨，预计 12 月 PPI 环比为正，PPI 同比跌幅收窄；12 月以来猪肉价格均值由涨转跌，蔬菜价格涨幅扩大、水果价格均值由跌转涨，预计 CPI 环比上行，CPI 当月同比进一步上升。
- 金融市场方面，资金价格上涨，债券收益率下降，人民币兑美元升值，全球股市上涨，工业品价格上涨。货币市场方面，上周央行净回笼资金 2860 亿元，资金价格上涨，资金面有所收紧。债券市场方面，到期收益率下降，期限利差走扩，信用利差走扩。外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下降，人民币即期交易量下降。股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金、铜价格上涨，布油价格下跌，国内工业品价格上涨。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

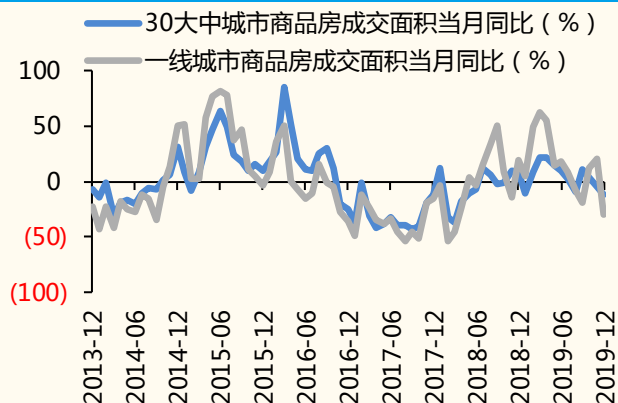
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

一、中观市场方面，12月生产仍有改善

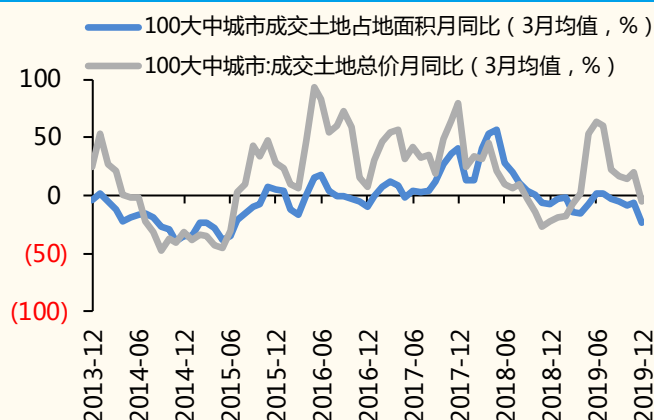
- **12月以来30大中城市商品房日均销售面积跌幅扩大。**内部结构上，一线城市同比由涨转跌，二线城市跌幅收窄，三线城市跌幅扩大。具体来看，30大中城市商品房日均销售面积同比为-11.51%（前值-4.34%）。一线城市同比-30.11%（前值20.62%）、二线城市同比-3.01%（前值-11.60%），三线城市同比-13.41%（前值-3.22%）。北京、上海商品房销售面积同比跌幅扩大，广州、深圳同比由涨转跌。
- **12月土地成交面积同比跌幅扩大，土地成交总价同比由涨转跌；商品房用地成交面积同比由涨转跌，工业用地成交面积同比跌幅扩大。**从100大中城市土地成交情况上看，土地成交面积同比为-23.7%（前值-6.7%），土地成交总价同比为-4.9%（前值为20.6%）；从分项土地成交面积来看，商品房用地成交面积同比为-16.5%（前值1.8%），工业用地成交面积同比为-33.5%（前值为-19.9%）。
- **12月汽车零售同比跌幅扩大。**具体来看，12月第一周（1-8号）乘用车市场零售相对平稳。乘联会汽车零售同比为-21.0%（前值-3.0%），乘联会汽车批发同比为-9.0%（前值-5.0%）。

图表1：12月以来商品房日均销售面积跌幅扩大



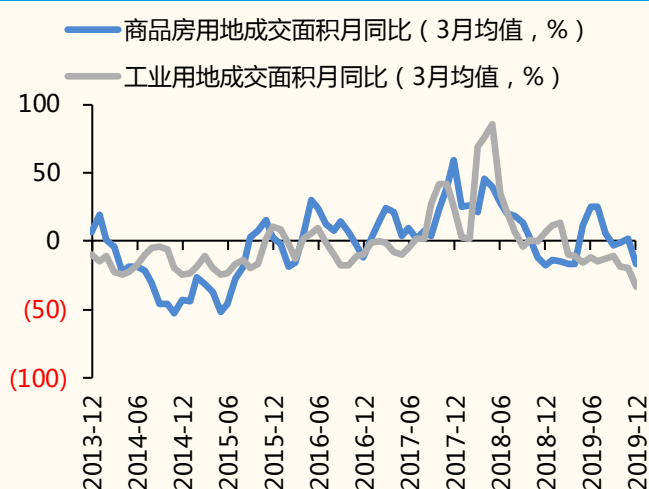
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表2：12月土地成交面积同比跌幅扩大



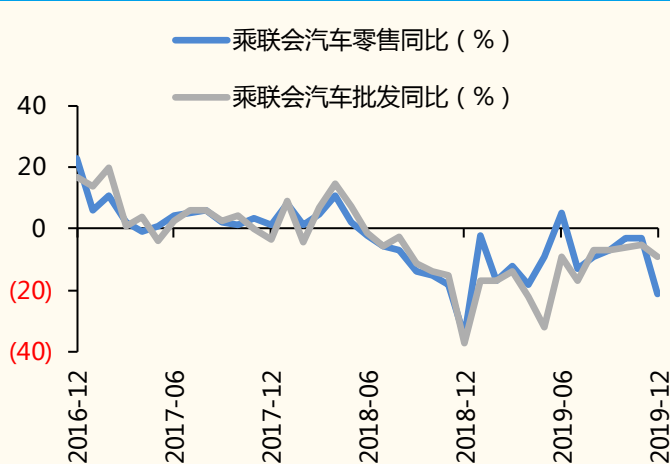
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表3：12月商品房用地成交面积同比由涨转跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

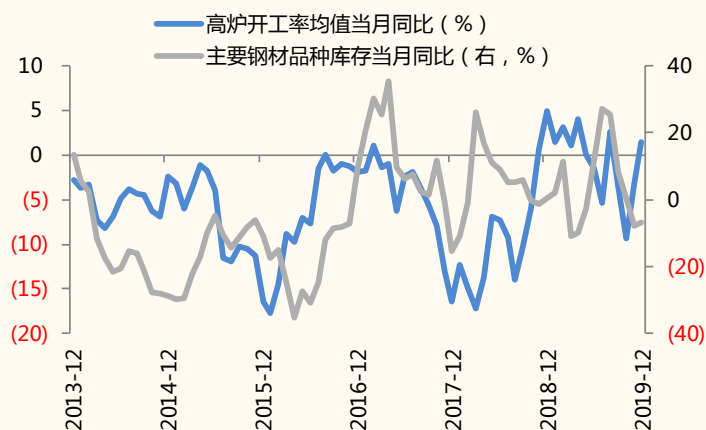
图表4：12月汽车零售同比跌幅扩大



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

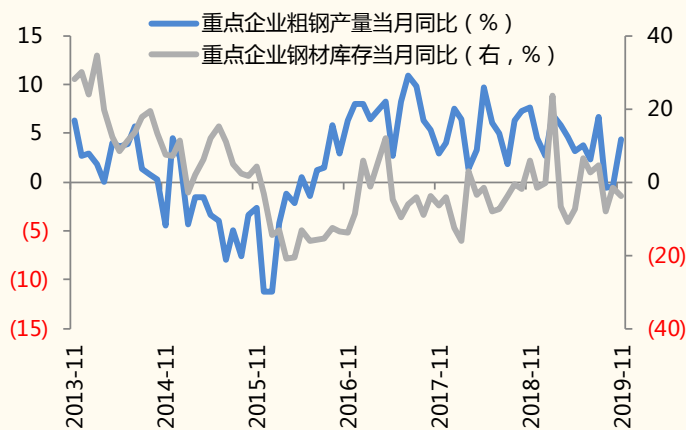
- 12 月以来高炉开工率均值上升，钢铁社会库存跌幅收窄。具体来看，12 月以来高炉开工率均值为 66.37%（前值 65.28%）。12 月以来钢铁社会库存同比为-6.77%（前值-7.92%）。
- 12 月以来六大发电集团日均耗煤量当月同比涨幅回落。具体来看，12 月以来六大发电集团日均煤耗同比为 5.24%（前值 17.01%）。

图表 5：12 月以来高炉开工率同比上升



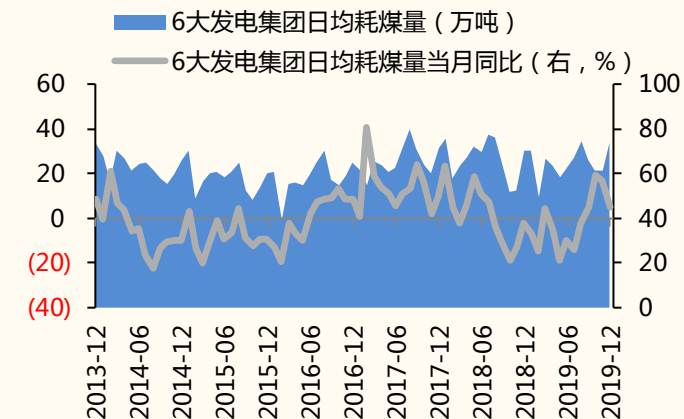
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 6：11 月重点钢铁企业粗钢产量同比上升



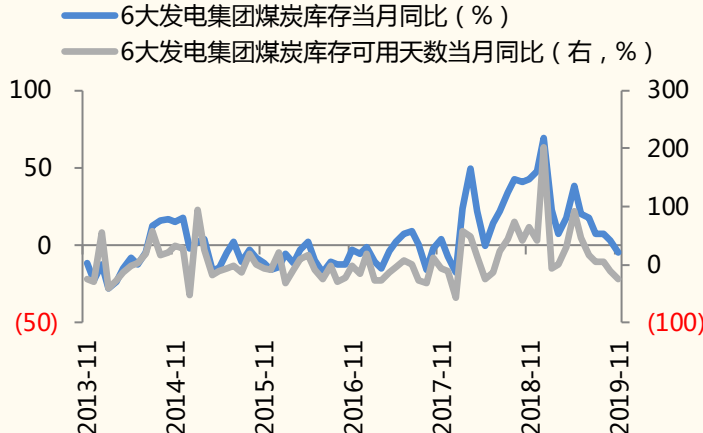
来源：中国钢铁工业协会，国金证券研究所

图表 7：12 月以来 6 大发电集团日均煤耗同比涨幅回落



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

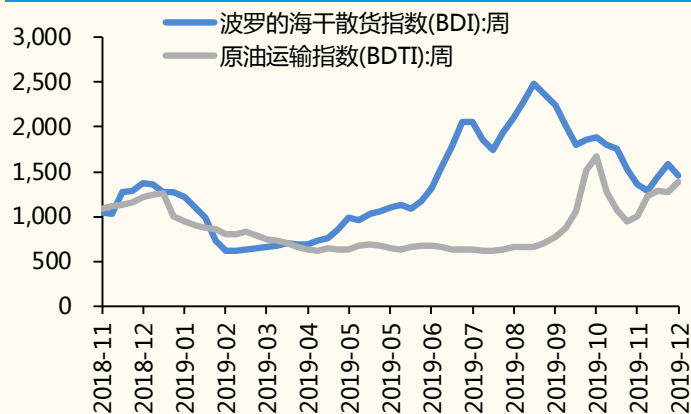
图表 8：11 月 6 大发电集团煤炭库存同比由涨转跌



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

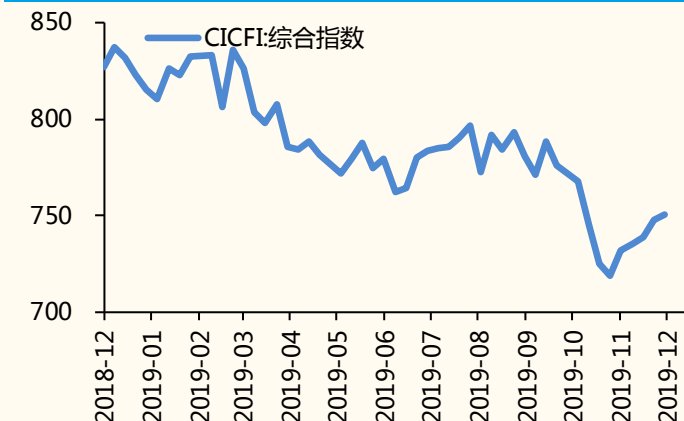
- 上周 BDI 下降、BDTI 上升；CICFI 上升、CCFI 上升。
- 上周铁矿石日均疏港量上升、港口库存下降。上周焦炭港口库存下降，企业库存上升。

图表 9：上周BDI下降、BDTI上升



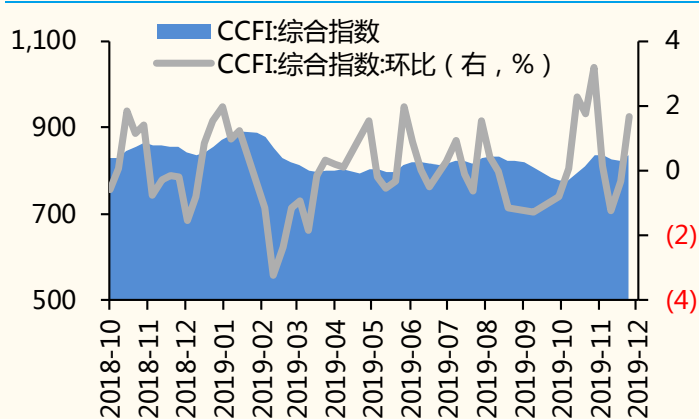
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 10：上周CICFI上升



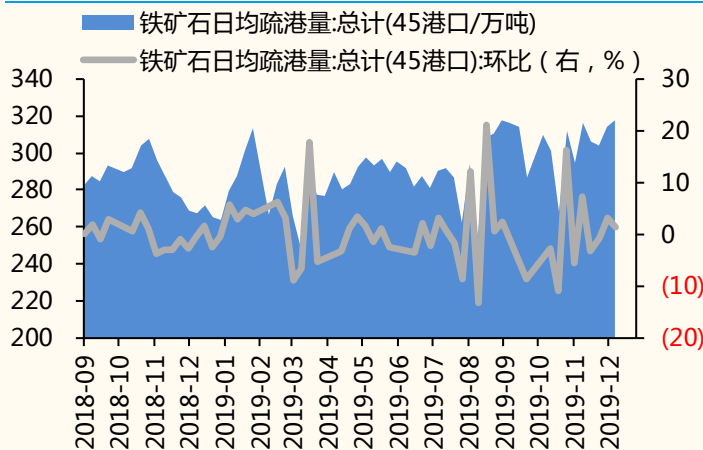
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 11：上周CCFI上升



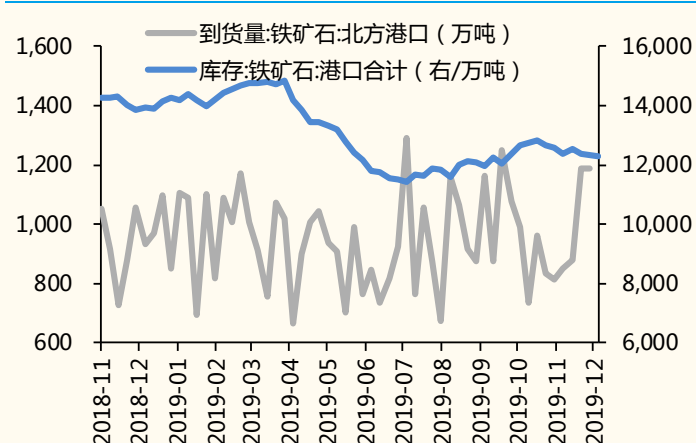
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 12：上周铁矿石日均疏港量上升



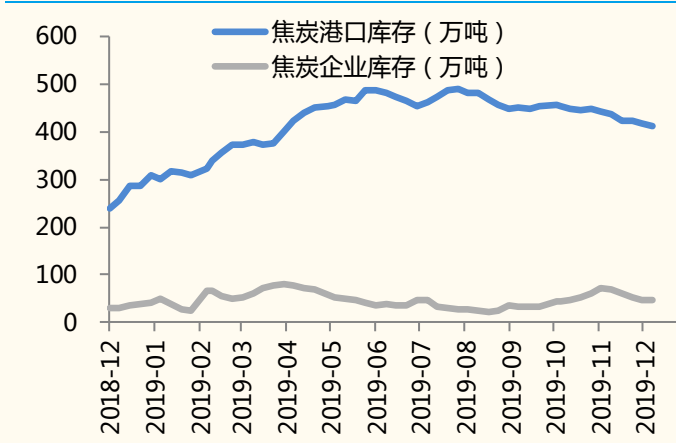
来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 13：上周铁矿石港口库存下降



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 14：上周焦炭企业库存上升，港口库存下降

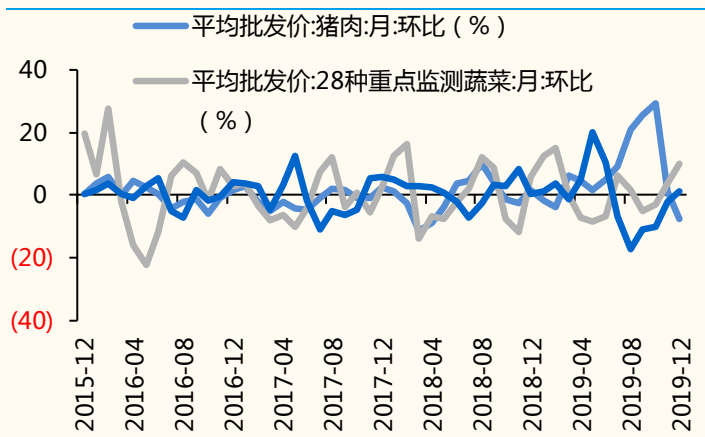


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

- 12 月以来猪肉价格均值由涨转跌，蔬菜价格均值涨幅扩大、水果价格均值由跌转涨，水泥、原油、钢铁价格均值上升，有色、煤炭价格均值下降。农产品方面，12 月以来猪肉价格均值由涨转跌（-7.43%，前值 1.10%），蔬菜价格

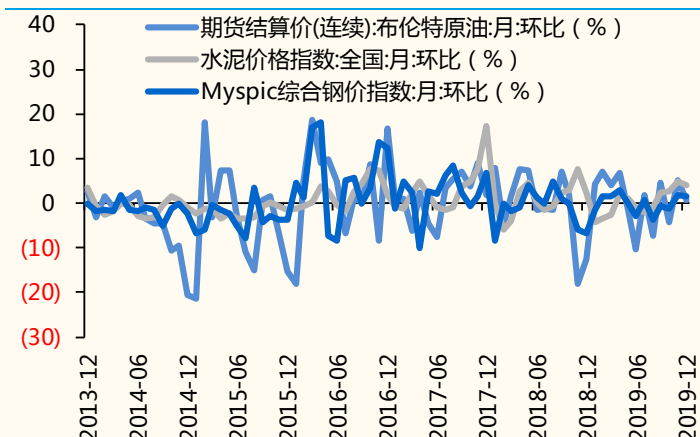
均值涨幅扩大（10.05%，前值 3.57%），水果价格均值由跌转涨（1.06%，前值-2.19%）；工业品方面，煤炭价格均值下降（-0.27%，前值-1.38%），原油价格均值上涨（0.82%，前值 5.16%），水泥价格均值上涨（4.04%，前值 4.93%），钢铁价格均值上涨（1.49%，前值 1.89%），有色金属价格均值下降（-1.31%，前值-2.14%）。

图表 15：12 月以来猪肉价格均值由涨转跌，蔬菜价格涨幅扩大



来源：Wind 资讯，国金证券研究所

图表 16：12 月以来水泥、原油、钢铁价格均值上升，有色、煤炭价格均值下降

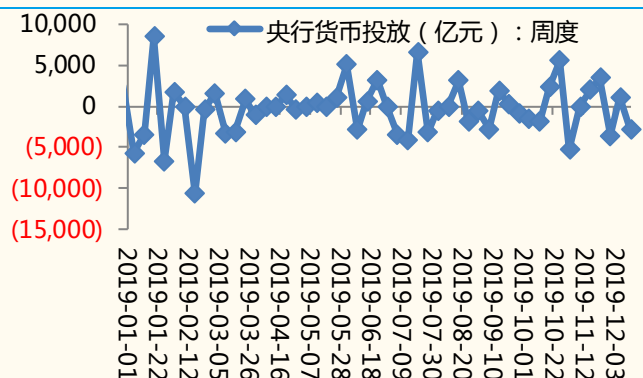


来源：Wind 资讯，国金证券研究所

二、金融市场方面，资金价格上升，债券收益率下降，人民币兑美元升值，全球股市上涨，工业品价格上涨

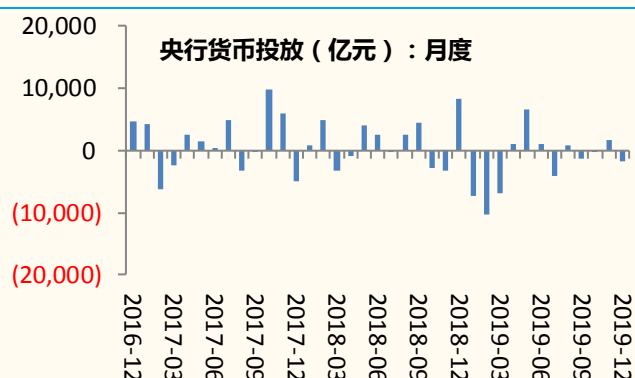
- 货币市场方面，上周央行净回笼资金 2860 亿元，资金价格上升，资金面有所收紧。从资金投放量来看，上周央行净回笼资金 2860 亿元，其中 MLF（投放）365D 到期 2860 亿元。资金价格上升，资金面有所收紧。具体来看，上周 R001 上行 5bp，R007 上行 9bp；DR001 上行 6bp，DR007 上行 4bp。R001-DR001 下行 1bp，R007-DR007 上行 5bp，表明银行资金融出意愿下降，非银金融机构融资成本上升。
- 债券市场方面，到期收益率下降，期限利差走扩，信用利差走扩。具体来看，1Y 国债到期收益率下行 3bp，1Y 国开债到期收益率上行 1bp；10Y 国债到期收益率上行 1bp，10Y 国开债到期收益率持平前值；1YAAA 企业债到期收益率下行 2bp、1YAA 企业债到期收益率下行 2bp、10YAAA 企业债到期收益率持平前值、10YAA 到期收益率持平前值。
- 外汇市场方面，人民币兑美元升值，美元指数下跌，人民币即期交易量下降。上周，在岸人民币兑美元汇率升值。美元指数下跌，美元兑日元升值、兑欧元、英镑贬值。
- 股票市场和商品市场方面，全球股市上涨，黄金、铜价格上涨，布油价格下跌，国内工业品价格上涨。国内股市方面，上证综指上涨 1.9%；创业板指上涨 1.7%。国外股市方面，道琼斯工业指数上涨 0.4%，纳斯达克指数上涨 0.9%，德国 DAX 上涨 0.9%。国内商品市场方面，螺纹钢价格上涨 3.2%，铁矿石价格上涨 5.0%，焦炭价格下跌 0.2%。国际大宗商品方面，COMEX 黄金价格上涨 1.1%；ICE 布油价格下跌 0.4%，LME 铜上涨 2.0%。

图表 17：上周央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 18：12 月以来央行净回笼资金



来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 19：12/09-12/13 周国内货币市场利率变化情况

指标	周末值 (%)	周变动 (bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
银行间质押式回购加权利率：1天(R001)	2.18	5	(26)	(35)
银行间质押式回购加权利率：7天(R007)	2.53	9	(16)	(60)
存款类机构质押式回购加权利率:1天(DR001)	2.13	6	(23)	(35)
存款类机构质押式回购加权利率:7天(DR007)	2.41	4	(16)	(63)
R001-DR001(bp)	5	(1)	(3)	(0)
R007-DR007 (bp)	12	5	1	2
SHIBOR:隔夜	2.13	6	(22)	(42)
SHIBOR:1周	2.47	(1)	(13)	(43)
7日年化收益率:余额宝	2.36	(1)	1	(26)
理财产品预期年收益率:人民币:全市场:3个月	3.99	(3)	3	(40)
票据直贴利率:6个月:长三角	2.92	25	25	(80)
温州指数:温州地区民间融资综合利率	15.56	47	98	41

来源：中国货币网，全国银行间同业拆借中心，Wind 资讯，天弘基金管理有限公司，温州市金融办，国金证券研究所

图表 20：12/09-12/13 周国内债券市场收益率变化情况

指标	周最高值(%)	周最低值(%)	周末值(%)	周变动(bp)	月变动 (bp)	年变动 (bp)
债券到期收益率						
中债国债到期收益率:1年	2.64	2.61	2.61	(3)	(3)	1
中债国债到期收益率:10年	3.19	3.17	3.18	1	2	(4)
中债国开债到期收益率:1年	2.74	2.72	2.74	1	2	(1)
中债国开债到期收益率:10年	3.60	3.57	3.59	0	2	(5)
中债企业债到期收益率(AAA):1年	3.20	3.18	3.18	(2)	(5)	(41)
中债企业债到期收益率(AAA):10年	4.27	4.26	4.27	0	(0)	(6)
中债企业债到期收益率(AA):1年	3.47	3.45	3.45	(2)	1	(68)
中债企业债到期收益率(AA):10年	5.33	5.32	5.33	0	(0)	(9)
期限利差(10Y-1Y, bp)						
中债国债期限利差	57	54	57	4	5	(6)
中债国开债期限利差	86	83	85	(1)	1	(4)
中债企业债期限利差(AAA)	109	107	109	2	5	35
中债企业债期限利差(AA)	188	186	188	2	(1)	59
信用利差(企业债-国债, bp)						
中债企业债信用利差(AAA):1年	57	55	57	1	(2)	(42)
中债企业债信用利差(AAA):10年	110	107	108	(0)	(2)	(2)
中债企业债信用利差(AA):1年	84	82	84	1	4	(69)
中债企业债信用利差(AA):10年	216	213	214	(0)	(2)	(5)
国债期货						
CFETS 5年期国债期货	99.72	99.55	99.64	0.1%	0.0%	0.2%
CFETS 10年期国债期货	99.55	97.66	97.76	0.0%	-0.3%	0.0%

来源：中国债券信息网，中国金融期货交易所，国金证券研究所

图表 21：12/09-12/13 周外汇市场变化情况

指标	周最高值	周最低值	周末值	周变动幅度	月变动幅度	年变动幅度
美元兑人民币 (CFETS)	7.04	6.96	6.98	-0.7%	-0.7%	1.7%
美元兑离岸人民币	7.04	6.92	7.01	-0.3%	-0.6%	2.0%
离岸-在岸汇率价差 (bp)	215	-888	215	315	99	171
即期询价成交量：美元兑人民币			302.3	-24.7	23.7	22.9
USDCNY: NDF 1年			7.05	-0.8%	-0.9%	2.2%
CFETS人民币汇率指数			91.40	0.0%	0.4%	-2.0%
巨潮人民币实际有效汇率指数	118.42	117.51	118.08	0.3%	0.7%	-0.6%
巨潮人民币名义有效汇率指数	112.78	111.91	112.46	0.3%	0.6%	-1.6%
欧元兑人民币 (CFETS)	7.84	7.77	7.81	-0.1%	-0.6%	-0.7%

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8336

